

米国経済と金融政策の行方

～連続利上げが言われるだろうが、その実現性には疑問～

三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



1. 米国経済の行方

米国経済の見通しは、2016年も潜在成長率
近辺での成長持続という姿に落ちつくであろ
うが、不透明が大きい。

(1) 強弱の指標の強い乖離

ここへきて米国の経済指標は強弱混交であ
るが、強い指標は非常に強く、弱い指標は景
気後退を心配しなくてよいのか不安になるほ
ど弱い。見通しの出発点となる現状の確認が
難しい状態である。

① 非常に強い指標の動き

強い指標としては、自動車販売があげられ
る。年率1,800万台の勢いが続いている。失

業率の低下と、ガソリン価格の低下の影響が
みえている。また、資産価格の上昇も自動車
の需要に影響を与えるので、金融緩和効果も
押し上げになっている。Fedを含む多くの経
済見通しが描いていた米国経済の好調シナリ
オがここにあらわれている。

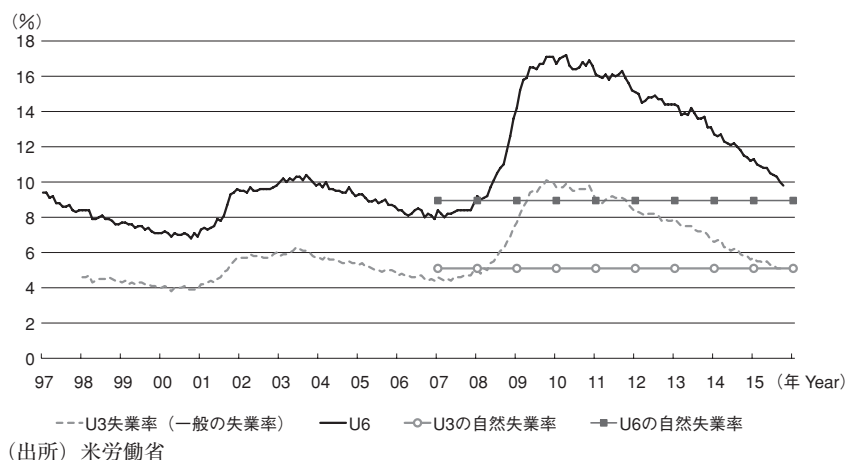
さらに強い指標として、失業率の低下があ
げられる。非農業部門雇用者数の増減は振れ
が大きい、失業率は趨勢的に低下が続いて
いる。労働参加率の低下がとまらないので、
失業率の低下が、額面通りに労働市場の引き
締まりを示さないという議論の交わされる
中、10月の賃金（平均時給）上昇率が、9月
から不連続に上昇した。フィリップス「曲線」
であって、フィリップス「直線」ではない。
労働需給が引き締まって閾値を超えると、賃
金上昇率の上昇の勢いが増すということが心
配されてきた。10月の雇用統計はその緊張を
高めるものとなった。

この見方が正しく、今後も賃金が連続的に

＜目 次＞

1. 米国経済の行方
2. 米国金融政策の行方

(第1図) 自然失業率到達がみえている失業率



上がれば、消費需要が強まり、それが雇用吸収力を発揮する好循環が始まる。

また、株価は夏場に人民元の切り下げ、中国の上海株の暴落で世界的な調整があったが、ドル高という逆風があっても米国株は回復した。ここにも米国経済の先行きへの信頼の強さ、強靱さが見える。

② 非常に弱い指標の動き

一方で、弱い指標の弱さは相当に悩ましい。まず、世界経済である。10月のIMFの世界経済見通しWEOは、2015年の世界経済を3.1%とみている。世界不況の危機ラインとされる3%を割り込む間際である。2016年は、3.6%とみているが、WEOは、近年、下方改訂を繰り返している。

米国の国内指標で低迷が目立つのが、ISM製造業景気指数は、9月の50.2のあと、10月は50.1である。この数字は、製造業の数字であるが、50を割り込む時間が継続すると、多

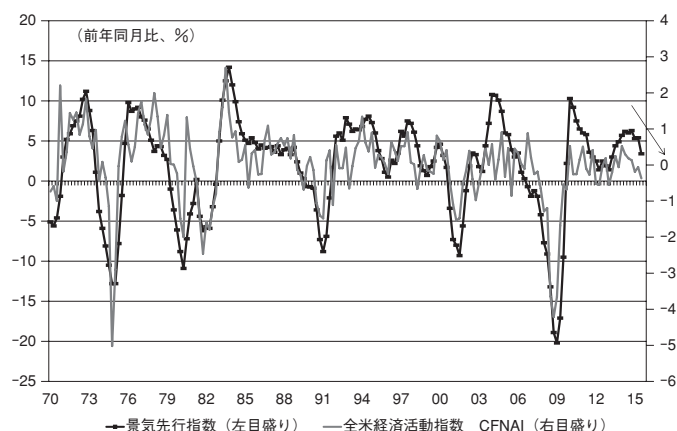
くの場合、経済全体が2期連続マイナス成長の景気後退に陥っている。ここで問題にされるのは、米国経済には原油価格下落という追い風があり、ゼロ金利に加えて、Fedのバランスシートの規模を4.5兆ドルに維持する未曾有の強烈な金融緩和をやっているはずなのに、そして、自動車は1,800万台ペースで売れているのに、景気後退の警戒域まで指標が悪化していることである。

また、弱い指標として、原油価格、PPI（生産者価格指数）の動きも気がかりである。やはり、デフレ圧力がかかり続けるのではないかという不安が払拭できない。

③ 全体をとらえる指標の示す動きは潜在成長率近辺での成長

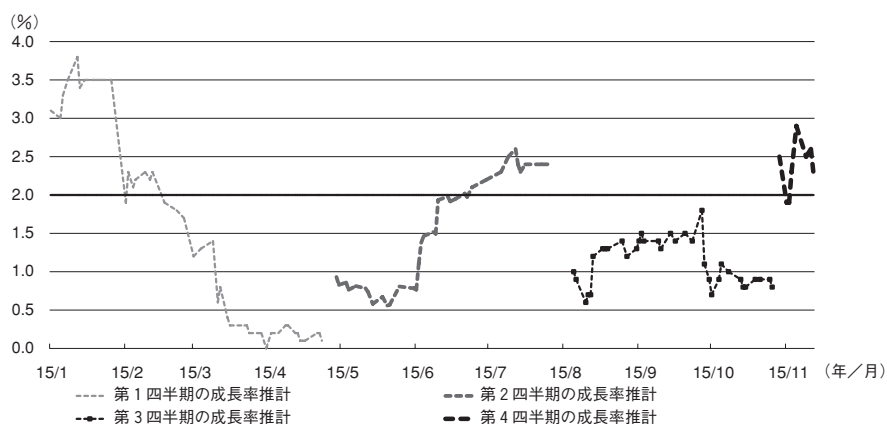
強弱混交の中、平均的な姿をとらえる指標がある。シカゴ連銀が公表している全米経済活動指数（CFNAI）、アトランタ連銀のGDP Nowであるが、その示す姿は、米国経済は

(第2図) CFNAIと景気先行指数



(出所) シカゴ連銀、コンファレンスボード

(第3図) GDP Nowの成長率推計の推移



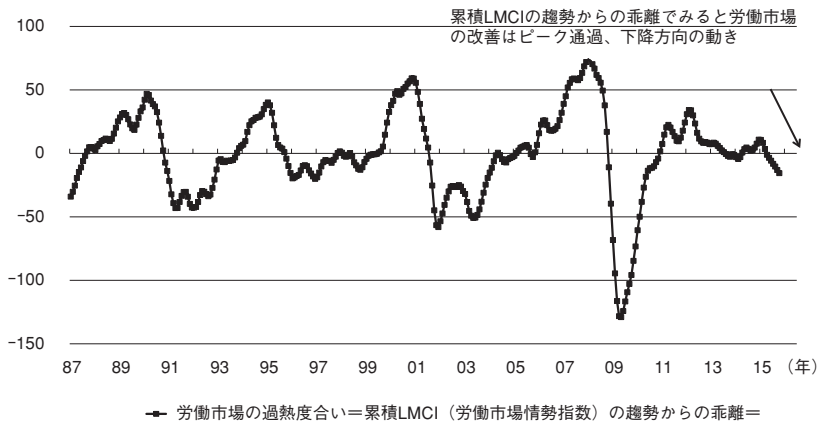
(出所) FRB、アトランタ連銀

集計量のレベルでは潜在成長率近辺での成長をしているということである。

すなわち、CFNAIは、▲0.7～+0.7の間であれば、過熱も冷え過ぎもないが、そのレンジ内にとどまり続けている。また、GDP Nowは、当該期のGDPの事前推定値を推計するものであるが、経済指標が発表されるこ

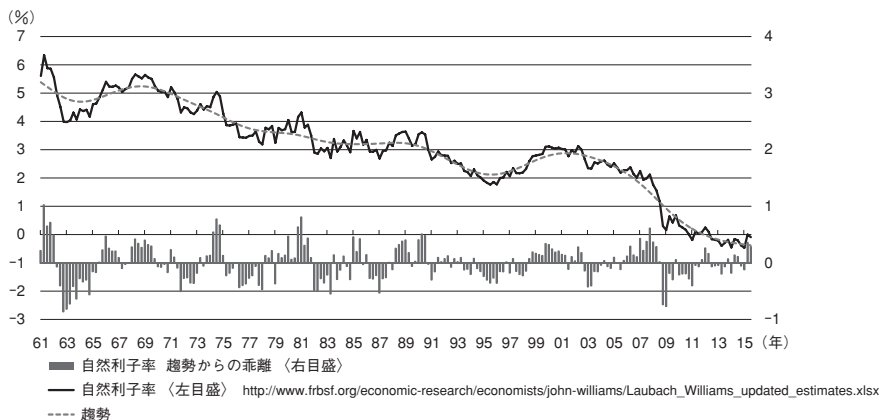
とに米国経済の動きの強弱をGDPの動きに還元する効能がある。いずれも、米国経済が2%強（注：FOMCの経済見通しの示す長期の成長率は2%）とみられるあたりで成長していることを示している。

(第4図) LMCIにみえる景気拡大の成熟



(出所) FRB

(第5図) とまらない自然利子率の低下



(出所) サンフランシスコ連銀

(2) 景気拡大の成熟

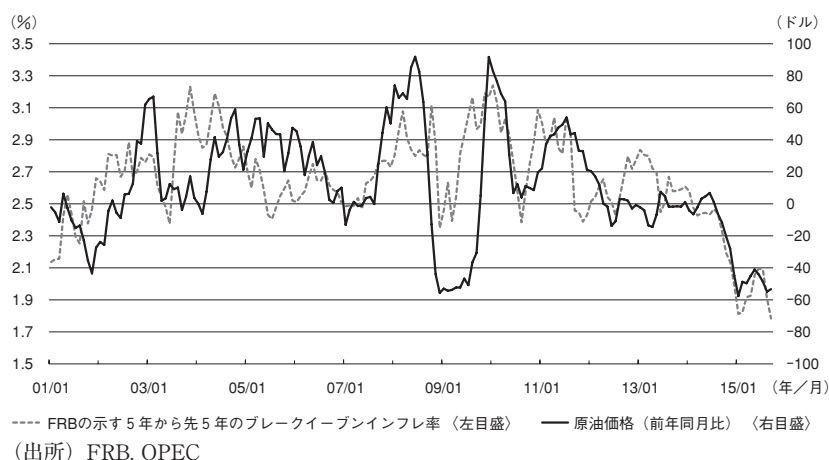
この後、その巡航速度成長から若干の減速をみるべき動きがある。まず、景気先行指数を前年同月比でみると、上昇率が低下しだしている。ただし、前年割れではないので、景気後退は、当面視野外である。

NBERの基準でみて、米国経済が景気回復

を始めたのは2009年6月で、既に6年半が経過している。通常であれば、景気拡大の成熟がみえてくる時間の経過をみている。耐久財受注、労働市場情勢指数（LMCI）でみて、それにあらわれている。

また、アトランタ連銀の公表しているシャドーFF金利をみると、既にボトムから2.5%

(第6図) 原油価格に左右されているように見えるインフレ期待



も上昇している。これは、Fedがバランスシート規模拡大をやめてから、株価上昇の勢いが失われたことにも呼応している。さらに、企業収益の圧迫となるドル高が続いている。

こうみると、米国経済は、潜在成長率近辺の成長を出発点に、今後、減速方向とみることができよう。

(3) 長期停滞論

長期停滞論が話題になる中、その動きを視覚的にとらえられる自然利子率が注目される。サンフランシスコ連銀が、ウィリアムズ総裁の研究成果をもとに自然利子率の試算を公表している。直近はわずかに上昇をみているが、趨勢的な低下が止まったようには見えない。ここで米国経済に減速が見えるようになると、長期停滞論にあらためて関心が向けられ、来年の大統領選挙でも候補者は対応のアイデアを問われることになろう。

2. 米国金融政策の行方

(1) 利上げ開始

Fedは2014年に、俗にQEといわれる大規模資産購入(LSAP Large Scale Asset Purchase)を暫時縮小し、最終的に停止した(Tapering)。その終結が見えたところで、FOMCメンバーは、金融政策の正常化を進める次のステップとして、利上げを言うようになり、2015年央の利上げ開始を示唆していた。ところが、第1四半期には寒波と港湾ストの影響で経済活動が落ち込み、6月利上げ開始を断念した。9月には利上げ開始に進む動きがあったが、8月に上海株の急落から世界的に市場が動揺し、利上げは断念された。その後、10月のFOMC声明は、景気判断に前回の利上げ開始のときのキーワードといえる“Solid”(堅実な)を盛り込み、さらに次

回会合（12月15－16日）での利上げの検討を言い、海外経済への警戒も緩めて、利上げ開始を示唆した。

この動きを受けて市場は12月の利上げ開始の見方を現実視するようになり、11月6日に発表された雇用統計で、非農業部門雇用者数の大幅増（27.1万人）があり、失業率が5.0%まで低下し、さらに平均時給が不連続に上昇したことで、利上げ開始への確度を強めた。

12月16日、Fedは利上げを開始しそうであるが、その後の政策の進め方は極めて不透明である。上述の通り、経済の行方が連続利上げを妥当とするものにはなりそうにない可能性をみておかねばならないからである。

（2）コミュニケーションの不調

米国の金融政策について、ここへきて浮上している厄介な問題にコミュニケーションの不調がある。

古の中央銀行は、政策金利の変更すら公表しない秘匿性が当然であったが、今日、中央銀行が動かせる金利は限られる。たしかに伝統的な政策金利以外に、債券購入の量的な対応を行い、長期金利にも影響を及ぼすようになっているが、それでも、中央銀行が直接動かせる金利、資産価格はごくわずかである。市中が、中央銀行の意図を理解して、それに即した行動をとる（とらせる）ことで、資産価格が動き、中央銀行はようやく政策目的を達成できる。そのために市場に、その意向を伝えるコミュニケーションが重要となった。

このところのFedは、このコミュニケーションに支障をきたしたように見えてしまっている。9月24日の講演で、イエレン議長は、自分も年内利上げ開始を支持するひとりであることを公言した。それでも、市場の期待形成をみると、年内利上げ開始は現実視されなかった。FRB議長が政策金利の将来の変更についての発言が信じられなかったのである。

その要因としては、利上げに進むために、インフレ率が目標の2%に到達することを見込める合理的な説明を標榜しながら、議長の説明に疑義が持たれたこと、また、どうしても金融政策の正常化のための利上げが要するという信念を感じさせない問題があげられる。

インフレ率は今よりも上昇しなければならない。それについての説明は、インフレ期待が安定していて、供給能力余剰（スラック）が小さくなることで、インフレ率は上昇するということである。

まず、インフレ期待であるが、FRBの計算する5年先から5年のブレイクイーブンインフレ率（BEI）でみると（注）、原油価格とともに低下している。安定はしていない。また、スラックについては、失業率でみれば、確かに小さくなっている。しかし、物財の需給についてみると、スラックが小さくなっているとは言い切れない（注：Fedは、これはインフレ期待ではないという立場をとっている）。

今、これだけ失業率が下がっても、すなわ

ち、労働市場のスラックが小さくなってもインフレ率が高まらないのは、原油価格の低下など一時的要因というが、商品市況はここへきて一段と崩れている。

要するに分析の根幹が十分な信頼を得ていないといってよい。さらに、年内の利上げ開始を是としながら、結局、12月の利上げとなると、年内という主張がどれだけ根拠があったのかも不可解といってよいであろう。

Fedのコミュニケーションには支障が生じているように見えてしまっている。

(3) 今後の利上げ、正常化の経路

Fedは伝統的に、楽観的な経済見通しを立てる。時間が経過すれば、経済は理想的な状態、インフレが目標近辺で安定する完全雇用に到達するというのである。政策金利は、均衡金利に収束するというのである。

これは、上述の経済の見方に従うと現実的ではないだろう。すなわち、Fedは利上げするというが、実際の動きは鈍いということである。今年のような市場が苛立ちを感じる展開が繰り返されることをみておきたい。

